

买入 (维持)

00688.HK 中国海外发展

港股通 (沪、深)

目标价: 31.00 港元

现价: 20.75 港元

保持低成本融资优势, 持续积极补地

2022年8月10日

预期升幅: 49%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2022.8.9
收盘价(港元)	20.75
总股本(亿股)	109
总市值(亿港元)	2271.06
净资产(亿元)	3435.60
总资产(亿元)	8699.07
每股净资产(港元)	31.39

数据来源: Wind

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2,422	2,672	2,898	3,143
同比增长(%)	30.4	10.3	8.5	8.4
核心净利润(亿元)	364	382	410	441
同比增长(%)	-4.3	4.9	7.5	7.6
毛利率(%)	23.5	23.3	23.1	22.9
核心净利润率(%)	15.0	14.3	14.1	14.0
净资产收益率(%)	11.1	10.7	10.7	10.6
核心EPS(元)	3.32	3.49	3.75	4.03
每股股息(港仙)	121	122	131	141

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《保持积极拿地, 融资优势明显》20220712

《持续稳定拿地, 低成本发行公司债》20220429

《融资通畅, 逆势拿地》20220405

《稳中求进, 利润为王》深度报告 20220315

## 海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

请注意: 严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

## 投资要点

- **维持“买入”评级, 目标价 31.00 港元:** 公司 7 月单月销售降幅低于行业平均, 年初以来持续积极拿地, 融资畅通且保持低成本优势。我们预计公司 2022/2023 年的营业收入为 2672/2898 亿元, 同比增长 10.3%/8.5%。核心净利润为 382/410 亿元, 同比增长 4.9%/7.5%。我们维持“买入”评级, 目标价 31.00 港元, 对应 2022/2023 年 PE 为 7.6/7.0 倍, 当前股价对应 2021A 股息收益率为 5.8%。
- **7 月单月销售同比降幅低于行业平均:** 7 月单月公司合同销售金额和面积为 175 亿元、78 万平米, 同比下降 23%、24%, 单月销售均价为 22424 元/平米。截至 7 月, 公司累计合同销售金额和面积为 1560 亿元、704 万平米, 同比下降 32%、39%, 累计销售均价为 22145 元/平米, 同比增长 11%。
- **保持积极拿地:** 7 月公司在重庆渝北、北京丰台和长沙天心新增 3 幅地块, 总建筑面积 110 万平米, 总土地款 79 亿元, 楼面地价分别为 5357、25598、3428 元/平米, 预计货地比为 28%、23%、31%。长沙、重庆项目为 100% 权益; 北京丰台项目 2021 年底由建工+首开联合获得, 已于今年上半年开始销售, 限售价 11 万元, 公司合作方式入股, 权益比例 20%。截至 7 月, 公司新增土地 24 个项目, 总口径及权益口径 GFA 分别为 468 万和 443 万平米, 对应权益比例为 95%。1-7 月新增土地款为 559 亿元, 占销售金额比例为 36%, 处于行业较高水平, 累计拿地均价为 11957 元/平米。
- **保持通畅融资:** 7 月 25 日, 公司成功发行 2022 年度第四期中期票据, 发行规模为 20 亿元人民币, 票面利率为 3.26%, 期限为 5 年。年初以来, 公司已累计发行 150 亿元公开债务, 且持续保持较低融资成本。

**风险提示: 宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、商品房销售不及预期、人民币贬值。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 1、公司拿地情况总览

年份	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022年1-7月
新增土地面积(万平方米)	596	972	1741	1764	1146	1349	1165	468
新增土地面积-权益(万平方米)	591	972	1463	1272	1097	1328	1072	443
权益比(%)	99.1	100.0	84.0	72.1	95.7	98.4	92.0	94.6
新增土地款(亿元)	345	407	1231	1227	1485	1358	1379	559
销售金额(亿元)-不计入中海宏洋	1348	1587	1658	2131	2669	2960	2983	1326
新增土地款/销售金额(%)	25.6	25.6	74.3	57.6	55.7	45.9	46.2	42.2
新增土地成本(元/平方米)	5794	4187	7070	6954	12960	10066	11834	11957
销售均价(元/平方米)-不计入中海宏洋	13225	15299	14641	17852	20680	21337	22562	27516
新增成本/均价(%)	43.8	27.4	48.3	39.0	62.7	47.2	52.4	43.5

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司 1-7 月拿地分布

区域	权益	GFA	%	权益 GFA	%	占地面积	%	土地款	%	权益土地款	%	楼面地价	获取项目数量
	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(亿元)	(元/平方米)	(幅)			
北方区	100%	44	9%	44	10%	11	7%	28	5%	28	6%	6,464	3
华北区	85%	89	19%	76	17%	31	20%	181	32%	147	29%	20,244	5
华东区	96%	87	19%	84	19%	28	18%	146	26%	130	26%	16,700	5
华南区	100%	115	25%	115	26%	39	25%	88	16%	88	18%	7,633	4
西部区	94%	132	28%	124	28%	44	29%	117	21%	109	22%	8,831	7
城市	权益	GFA	%	权益 GFA	%	占地面积	%	土地款	%	权益土地款	%	楼面地价	获取项目数量
	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(亿元)	(元/平方米)	(幅)			
一线城市	86%	118	25%	101	23%	37	24%	286	51%	236	47%	24,263	7
二线城市	98%	350	75%	341	77%	116	76%	273	49%	266	53%	7,815	17
时间	权益	GFA	%	权益 GFA	%	占地面积	%	土地款	%	权益土地款	%	楼面地价	获取项目数量
	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(亿元)	(元/平方米)	(幅)			
1月	NA	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	NA	0
2月	100%	30	6%	30	7%	8	5%	57	10%	57	11%	19,025	2
3月	93%	48	10%	45	10%	14	9%	106	19%	90	18%	21,954	4
4月	100%	95	20%	95	22%	34	22%	106	19%	106	21%	11,114	5
5月	100%	43	9%	42	10%	12	8%	67	12%	66	13%	15,668	3
6月	94%	142	30%	133	30%	45	29%	144	26%	137	27%	10,180	7
7月	88%	110	23%	97	22%	40	26%	79	14%	46	9%	7,213	3
合计	95%	468		443		153		559		502		11,957	24

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司年初以来持续低成本发行公开债

单位	时间	类型	金额(亿元)	利率(%)	期限(年)	到期年份
人民币	2022/7/25	中期票据	20	3.26	5	2027
人民币	2022/5/25	中期票据	20	2.63	3	2025
人民币	2022/5/25	中期票据	10	3.10	5	2027
人民币	2022/5/10	公司债	15	2.75	3	2025
人民币	2022/5/10	公司债	15	3.48	5	2027
人民币	2022/4/7	公司债	20	3.05	3	2025
人民币	2022/4/7	公司债	10	3.50	5	2027
人民币	2022/2/23	中期票据	10	3.22	5	2027
人民币	2022/1/12	中期票据	18	2.88	3	2025
人民币	2022/1/12	中期票据	12	3.25	5	2027

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表		单位:亿元人民币			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>6,490</b>	<b>6,951</b>	<b>7,379</b>	<b>8,035</b>	
现金及现金等价物	1,310	1,533	1,779	2,130	
存货	4,506	4,725	4,904	5,194	
土地发展费用	124	124	124	124	
贸易及其他应收款	114	114	114	114	
按金及预付款	10	10	10	10	
<b>非流动资产</b>	<b>2,209</b>	<b>2,362</b>	<b>2,514</b>	<b>2,666</b>	
投资物业	1,662	1,812	1,962	2,112	
物业、厂房及设备	55	57	60	62	
合联营公司权益	406	406	406	406	
商誉	1	1	1	1	
递延税项资产	81	81	81	81	
<b>资产总计</b>	<b>8,699</b>	<b>9,313</b>	<b>9,893</b>	<b>10,701</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,939</b>	<b>3,025</b>	<b>3,055</b>	<b>3,288</b>	
贸易及其他应付款	901	921	936	942	
预售按金	1,005	963	870	990	
税项债务	392	392	392	392	
短期银行及其他借款	382	489	597	704	
短期应付票据	64	64	64	64	
<b>非流动负债</b>	<b>2,189</b>	<b>2,422</b>	<b>2,656</b>	<b>2,889</b>	
长期银行及其他借款	1,241	1,341	1,441	1,541	
长期应付票据	732	866	999	1,132	
应付非控制股东欠款	0	0	0	0	
递延税项负债	212	212	212	212	
<b>负债合计</b>	<b>5,128</b>	<b>5,447</b>	<b>5,711</b>	<b>6,177</b>	
股本	740	740	740	740	
储备	2695	2963	3252	3562	
少数股东权益	135	162	190	221	
<b>权益合计</b>	<b>3,571</b>	<b>3,866</b>	<b>4,183</b>	<b>4,524</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>8,699</b>	<b>9,313</b>	<b>9,893</b>	<b>10,701</b>	

现金流量表		单位:亿元人民币			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
税前利润	631	598	643	692	
折旧和摊销	4	3	3	3	
公允价值变动损失	-55	0	0	0	
利息收入	-20	-21	-24	-29	
营运资金的变动	-85	-259	-260	-179	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>208</b>	<b>141</b>	<b>169</b>	<b>279</b>	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-127</b>	<b>-134</b>	<b>-131</b>	<b>-126</b>	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>144</b>	<b>218</b>	<b>208</b>	<b>198</b>	
现金净变动	222	224	246	351	
现金的期初余额	1105	1310	1533	1779	
<b>现金的期末余额</b>	<b>1,310</b>	<b>1,533</b>	<b>1,779</b>	<b>2,130</b>	

利润表		单位:亿元人民币			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>2,422</b>	<b>2,672</b>	<b>2,898</b>	<b>3,143</b>	
营业成本	1,852	2,049	2,229	2,423	
销售费用	38	42	45	49	
管理费用	32	35	38	41	
其他收入	47	23	27	31	
<b>营业利润</b>	<b>548</b>	<b>569</b>	<b>613</b>	<b>661</b>	
财务费用	9	10	11	11	
公允价值变动	55	0	0	0	
占合联营公司利润	37	39	41	43	
<b>税前盈利</b>	<b>631</b>	<b>598</b>	<b>643</b>	<b>692</b>	
所得税	201	190	204	220	
税后盈利	431	408	439	472	
少数股东损益	29	27	29	31	
<b>核心净利润</b>	<b>364</b>	<b>382</b>	<b>410</b>	<b>441</b>	
<b>每股股息(港元)</b>	<b>1.21</b>	<b>1.22</b>	<b>1.31</b>	<b>1.41</b>	

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	30.4	10.3	8.5	8.4
毛利润增长率	2.2	9.2	7.6	7.5
核心净利润增长率	-4.3	4.9	7.5	7.6
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	23.5	23.3	23.1	22.9
核心净利率	15.0	14.3	14.1	14.0
ROE	11.1	10.7	10.7	10.6
<b>偿债能力</b>				
净负债率	31.1%	31.7%	31.6%	29.0%
流动比率	2.2	2.3	2.4	2.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.29	0.30	0.30	0.31
应收帐款周转率	23.70	29.00	28.00	28.00
<b>每股资料(元)</b>				
每股核心收益	3.32	3.49	3.75	4.03
每股净资产	31.39	33.84	36.47	39.31
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	5.3	5.1	4.8	4.4
PB	0.6	0.5	0.5	0.5

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited.、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股(香港)有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银(香港)投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、蚌埠博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限

公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk